

Доходности облигаций и денежный рынок: характер связи меняется

Прошло почти два месяца с момента публикации нашего последнего развернутого «стратегического» комментария по рынку рублевых облигаций. Сегодня мы бы хотели поделиться еще несколькими мыслями. Они ни в коем случае не противоречат тому, что мы сказали 31 января, накануне *tightening* от ЦБ, а скорее дополняют тот комментарий.

Главное, что мы бы хотели сказать сегодня – это то, что, на наш взгляд, характер связи между короткими ставками на российском денежном рынке и доходностями облигаций меняется. Если бы ключевым фактором, определяющим доходности, по-прежнему оставались сами эти ставки или ожидания в отношении их будущей динамики, то, на наш взгляд, рост доходностей облигаций уже остановился бы. Страхи ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью уже учтены в котировках.

Ключевым «драйвером» доходностей облигаций сейчас, на наш взгляд, становится сочетание 1) возросшего дефицита долгосрочных денежных ресурсов; 2) отсутствия у большинства российских и, тем более, иностранных финансовых институтов желания или возможности увеличивать позиции в облигациях и 3) по-прежнему высокого спроса на деньги со стороны заемщиков. Мы в значительной степени являемся заложниками конъюнктуры мировых финансовых рынков, где, кстати, произошла еще более очевидная «отстыковка» ставок денежного рынка от доходностей корпоративных облигаций.

Поэтому мы думаем, что, даже если проблемы с рублевой ликвидностью в ближайшие недели окажутся не столь драматичными, снижения доходностей рублевых облигаций ожидать не стоит. Перспективы стабилизации или ралли на локальном рынке облигаций мы по-прежнему связываем лишь с глобальным восстановлением «аппетита к риску» и увеличением объемов фондирования российских заемщиков на внешних рынках. Судя по тому, что происходит сейчас в США, а также по комментариям внушающих нам доверие аналитических групп и экспертов (например, Capital Economics), поводов ожидать этого в ближайшие 6 месяцев пока нет.

В заключительной части комментария мы изложили свои мысли по поводу большого объема внешних долгов российских заемщиков, погашаемых в 2008 г., и связанных с этим рисков оттока капитала, создающих угрозу дальнейшего «сжатия» ликвидности.

Коротких дешевых денег может быть много. Главное – мало длинных

Все мы видели, как на протяжении января-марта на рынке рублевых облигаций происходил динамичный рост доходностей, несмотря на по-прежнему вполне благоприятную ситуацию на денежном рынке. При этом доходности уже заметно превысили те уровни, которые мы наблюдали осенью 2007 г., когда дефицит ликвидности был очень существенным.

На наш взгляд, это движение рынка уже «учло» вероятный временный рост средних ставок денежного рынка с 4-5% до 7-8-9% в апреле-мае. Доходности ликвидных облигаций 1-го эшелона выросли в среднем на 150-200бп, 2-го эшелона – на 300-400бп, 3-го эшелона – на 500-1000бп. Достаточно яркий пример в этом смысле – недавнее размещение Факторинговой компании Еврокоммерц (Moody's B2), которой было не просто найти спрос на свой очередной заем. С точки зрения кредитного качества, этот эмитент, по нашим оценкам, балансирует на грани 2-го и 3-го эшелонов. При этом компания предложила купон на 6.5 процентных пунктов выше по сравнению со своими «докризисными» размещениями.

Диаграмма 1. Динамика ставок денежного рынка и доходностей рублевых облигаций



Источник: ММББ, Bloomberg, оценки МДМ-Банка

Центробанк и Минфин (да и сами банки) уже подготовили или заканчивают подготовку достаточного набора инструментов для того, чтобы «костяк» банковской системы мог при необходимости привлечь сотни миллиардов рублей дополнительной ликвидности по ставкам 6.25-8.0% (репо с ЦБ, ломбардные кредиты, валютный своп, депозиты от Казначейства). То есть 6.25-8.0% – это «потолок» ставок овернайт для основной части банков. Этот «потолок» не намного выше текущих уровней и уж точно не выше того, что мы видели осенью. И тем не менее доходности облигаций продолжают расти.

Собственно, даже если бы ЦБ завтра снизил ставки по операциям репо, «валютный своп» и ломбардным кредитам, на наш взгляд, это не решило бы проблемы, а спровоцированное такими действиями ралли в облигациях продлилось бы недолго и сменилось бы на нисходящий (ценовой) тренд.

Дело в том, что российская банковская система не может фондировать свой основной бизнес – коммерческое кредитование – за счет короткого финансирования от ЦБ и Минфина. Даже поддерживать позиции в облигациях только за счет этих источников многие финансовые институты считают достаточно рискованным.

Основной «водоем», из которого российская экономика черпала «длинную» ликвидность – международные рынки «оптового капитала» – вместо мощного потока сейчас выдает лишь тонкий ручеек. Поэтому российские банки вынуждены наращивать депозитную базу, а это более дорогой (и менее длинный) ресурс, да и быстро расти здесь не получается.

Внутри страны источником длинных ресурсов, теоретически, могли бы быть пенсионные накопления. Однако пока доступ корпораций и банков к этим средствам практически закрыт. Сейчас речь идет о том, чтобы направить часть средств «молчунов» в банковскую систему, но обсуждаемый объем (около 90 млрд. руб.) по большому счету не решит проблему, т.к. потребности исчисляются десятками миллиардов долларов. Более крупный «мешок с длинными деньгами», которые могут помочь российской экономике и финансовому сектору – это Фонд национального благосостояния (ФНБ, один из двух «наследников» Стабфонда), размер которого сейчас составляет 800 млрд. руб. Уже озвучены идеи о том, чтобы средства ФНБ пополнили пенсионные накопления граждан. Однако реально путь этих денег в локальную финансовую систему, скорее всего, окажется долгим – необходимо разработать и одобрить пакет критериев и правил размещения средств, а эти вопросы всегда вызывают затяжные споры.

Важно также понимать, что в условиях «стресса» российские банки отдадут предпочтение в первую очередь основному бизнесу – коммерческому кредитованию, у большинства из них просто «не доходят руки» до увеличения позиций в облигациях. В принципе, из-за этого repricing доходностей в облигациях будет даже более драматичным по сравнению со ставками по кредитам (собственно, это можно

наблюдать уже сейчас), т.е. банки будут пропускать возможности в облигациях, фокусируясь на кредитовании, пусть даже по менее интересным условиям с точки зрения риск/доходность.

Предложение облигаций очень велико

Низкий аппетит инвесторов к облигациям сочетается с по-прежнему большим объемом предложения. Во-первых, многие российские компании еще не полностью осознали, что происходит в финансовом секторе, и не только не снизили, но зачастую, напротив, существенно увеличили свои инвестиционные аппетиты. Упираясь в ограничения по кредитованию в банках, некоторые из них продолжают выходить на рынок облигаций. Для эмитентов из Ломбардного списка с рейтингами в категории «BB» ставка на уровне 11-12% в рублях – это в любом случае более дешевое финансирование по сравнению с размещением еврооблигаций (из-за текущей формы кривой NDF).

Кроме того, следует понимать, что при разговоре о «новом предложении» речь идет не только об абсолютно новых выпусках, но, в гораздо большей степени, – об облигациях, по которым надвигаются сроки оферт. Прохождение оферты с новым ненулевым купоном, т.е. с попыткой оставить выпуск «в рынке», по сути, представляет собой новое размещение. По нашим оценкам, примерно у 250-ти рублевых выпусков, т.е. около 35% от общего числа обращающихся на рынке облигаций, в 2008 г. наступает оферта.

Мы думаем, что все это предложение будет продолжать медленно подталкивать доходности облигаций вверх. Вслед за облигациями, с определенным временным лагом, будет происходить герпicing ставок по кредитам.

Ситуация на внешних рынках – все очень похоже

Мы хотели бы сказать несколько слов о нашем видении ситуации на внешних рынках. Почему мы считаем это важным? Помимо того, что внешние рынки – это исторически ключевой источник длинных ресурсов для российского корпоративного и банковского сектора, есть еще два важных аспекта: во-первых, нерезиденты – тоже значимая группа инвесторов в рублевые облигации; во-вторых, на внешних рынках произошла еще более очевидная «отстыковка» коротких ставок денежного рынка от доходностей по облигациям.

Вот, на наш взгляд, ключевые для понимания тезисы (заранее извиняемся, если излагаем очевидные для Вас вещи):

- Излишне агрессивная экспансия американских финансовых институтов в части потребкредитования, основанная на предпосылке о том, что жилье всегда будет расти в цене, и нет необходимости проверять платежеспособность заемщика, привела к тому, что в финансовом секторе образовался гигантский объем «плохих» кредитов. С помощью брокеров и невнимательных рейтинговых агентств эти «плохие» кредиты распространились по всей мировой финансовой системе, при этом проданы они были по неоправданно высоким ценам. Суммарный объем списаний убытков, связанных с переоценкой этих активов, уже приблизился к 200 млрд. долл. Учитывая эффект «снежного кома» (убытки и замедление роста провоцируют новые проблемы и убытки; цены на недвижимость продолжают падать, провоцируя новые дефолты по ипотеке и «смежным» кредитным продуктам), эта цифра может расти еще достаточно долго. В качестве оценки общего объема убытков, которые предстоит зафиксировать мировым финансовым институтам, мы слышим весьма впечатляющие цифры в 600-1,000 млрд. долл.
- Убытки банков ведут к уменьшению капитала. Для того, чтобы сохранить показатели адекватности капитала, финансовые институты вынуждены либо привлекать новый акционерный капитал (в чем американским банкам немного помогают азиатские суверенные фонды, недавние инвестиции которых, правда, уже в большом «минусе»), либо кратно, в 10-15 раз больше, чем

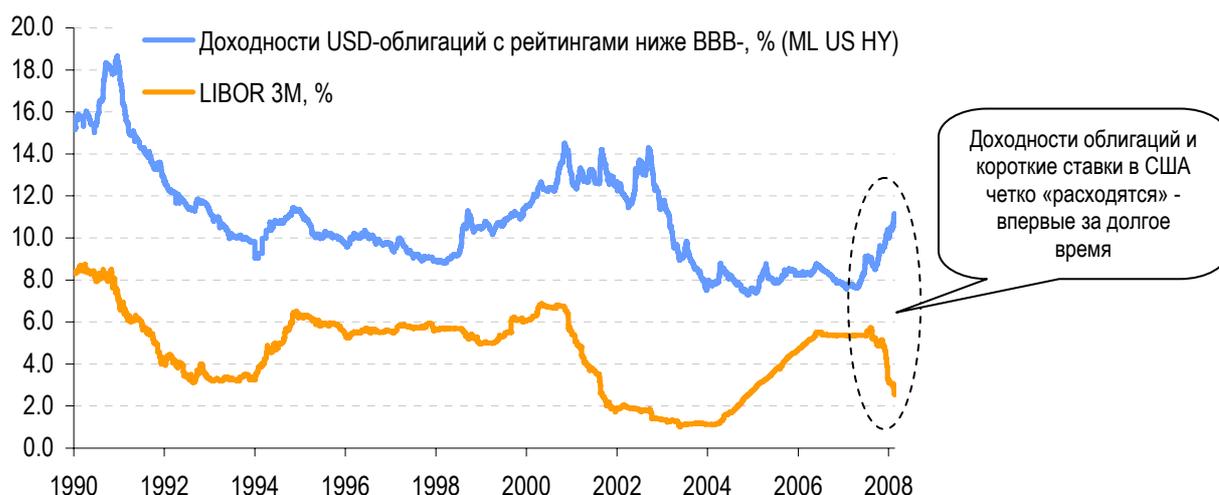
размер убытков, сокращать баланс, продавая активы. Последнее, кстати, тоже провоцирует эффект «снежного кома».

- Помимо мощного «сжатия» консолидированного баланса мировых финансовых институтов, налицо и проблема растущего недоверия институтов друг к другу, а также «кризис доверия» клиентов. Из-за этого скорость обращения денег в финансовой системе тоже замедляется, многие предпочитают пока находиться в «кэше» вплоть до появления четких признаков улучшения ситуации.
- Рост системных рисков рефинансирования провоцирует тенденцию «бегства к качеству», т.е. инвесторы стараются по возможности избегать инструментов заемщиков с высокой долговой нагрузкой.

Исходя из всего вышесказанного (в первую очередь о снижении капитализации банков), становится очевидно, почему, какой бы низкой ни была FED RATE, многие международные финансовые институты просто не имеют возможности и/или желания увеличивать позиции в кредитах и облигациях, в особенности хоть сколько-нибудь рискованных.

Собственно, в том числе и поэтому, несмотря на неоднократное снижение ключевой ставки Федеральной резервной системой и достаточно низкие короткие долларové ставки на межбанковском рынке, стоимость кредитов в США как минимум не снижается, а доходности облигаций американских компаний с рейтингами ниже BBB- растут. Т.е. то, что происходит у нас, здесь наблюдается еще более отчетливо:

Диаграмма 2. Динамика ставок денежного рынка и доходностей облигаций в США



Источник: Bloomberg, оценки МДМ-Банка

О внешних долгах и оттоке капитала

В заключение, мы бы хотели сказать несколько слов о проблеме внешних долгов российских компаний и банков и связанной с этим угрозе оттока капитала. В первую очередь, речь идет о риске того, что в текущем году российским эмитентам не удастся привлечь на внешних рынках достаточно средств, чтобы как минимум компенсировать приходящиеся на этот год платежи по внешним обязательствам в размере 118 млрд. долл. А значит, интервенции ЦБ на валютном рынке, которые в прошлом служили основным источником рублевой ликвидности, могут стать заметно менее частыми и крупными.

На наш взгляд, в этом году отток капитала вполне возможен. Он, правда, не будет большим, но, в сравнении с 82 млрд. долл. чистого притока в 2007 г., это серьезно.

Итак, что же такое 118 млрд. долл.? Эта цифра взята из отчетности Банка России (например, таблицы 5.4 и 5.5 здесь: <http://www.cbr.ru/publ/vestnik/ves080215007d.zip>), и отражает она все обязательства резидентов Российской Федерации по основной сумме и процентам, подлежащие погашению в 2008 г. В часто цитировавшемся недавно обзоре крупного иностранного банка речь шла о 110 млрд. долл. (видимо, были исключены обязательства правительства).

На наш взгляд, упомянутые суммы несколько преувеличивают «цену вопроса». В них, среди прочего, «сидят» обязательства зарегистрированных в России «дочек» иностранных компаний и банков. Пассивы таких организаций в значительной степени сформированы за счет финансирования от сильных материнских групп. Только в банковском секторе таких примеров очень много, и с последними M&A-сделками (Росбанк/SocGen, Экспобанк/Barclays) их становится все больше. Очевидно, что проблем с рефинансированием такого рода долгов не возникнет, поэтому мы считаем возможным вынести их «за скобки». Кроме того, есть и другие виды обязательств (возобновляемые двусторонние линии), которые «оптически» завышают реальный масштаб проблемы.

Основываясь на данных Sbonds, мы подсчитали, что задолженность российских компаний по синдицированным кредитам и еврооблигациям, подлежащая погашению в 2008 г., составляет около 60 млрд. долл.

Мы полагаем, что «истина где-то посередине» между 60 млрд. долл. и 120 млрд. долл., т.е. российским компаниям и банкам нужно рефинансировать в этом году около 80-90 млрд. долл. валютных долгов. При этом значительная часть (около половины) из них приходится на госкомпании и госбанки с инвестиционными рейтингами, а также на крупнейшие частные компании (т.н. «национальные чемпионы»). Благодаря высоким рейтингам они имеют привилегированный доступ к рынкам долгового капитала.

Мы подсчитали, что за январь-март российским компаниям удалось привлечь через внешние долговые сделки примерно 20 млрд. долл. Крупнейшие из них – это кредиты ВымпелКома, Роснефти, Мечела, РУСАЛа и РЖД. В принципе, если предположить, что российские компании будут продолжать в том же духе, то практически все необходимое рефинансирование будет привлечено. Справедливости ради следует отметить, что не все подобные сделки имеют своей целью рефинансирование. Многие компании считают возможным финансировать за счет таких кредитов свою экспансию, в т.ч. покупку активов. Когда эти активы приобретаются у нерезидентов, привлекаемые кредиты не участвуют в формировании притока капитала и, соответственно, «не решают» проблему его оттока.

Удастся ли российским корпоративным заемщикам и далее двигаться такими темпами, т.е. по 20 млрд. долл. в квартал? Возможно, нет. Ключевой канал привлечения сейчас – это синдицированные кредиты. Ставки по ним существенно ниже, чем те, что заплатили бы компании, выйди они сейчас на рынок еврооблигаций. Почему? Есть такие факторы, как более высокие комиссионные в кредитных сделках по сравнению с облигациями, а также отсутствие mark-to-market риска. Но это, по нашему мнению, не может объяснить различия в стоимости кредитов и облигаций на уровне 1.5-3.0 процентных пунктов. По нашему мнению, речь идет о том, что в международной финансовой системе пока еще присутствуют институты (классические коммерческие банки), которые в значительной степени продолжают жить в старой «системе координат» и не произвели переоценку (repricing) ликвидности, участвуя в синдицированных кредитах по почти «старым» ценам. Это сильно напоминает то, что мы наблюдаем в «рублевой зоне» - repricing облигаций происходит более быстрыми темпами по сравнению с кредитами. Мы не исключаем, что по мере углубления кризиса в США таких дешевых и доступных денег будет становиться все меньше.

Что если не удастся рефинансировать на внешних рынках все 80-90 млрд. долл.? На наш взгляд, катастрофы не случится. Во-первых, капитал может прийти не только через новые внешние займы, но и через участие нерезидентов в покупке российских акций и рублевых облигаций. Кроме того, восполнить небольшой отток капитала поможет позитивный торговый баланс. Наконец, в случае необходимости, вмешаются правительство и ЦБ (ЗВР превысили 500 млрд. долл.). Инструментов здесь пока более чем достаточно. Мы уже упоминали их выше.

Что делать инвесторам в облигации?

Собственно, наши рекомендации в рублевых облигациях не меняются по сравнению с тем, что мы советовали в январе. На наш взгляд, имеет смысл продолжать держаться только коротких бумаг со сроками погашения до 1 года. Если есть возможность увеличивать P&L с помощью репо – тогда это «репыемые» в ЦБ выпуски. Если нет, выбирайте из distressed-выпусков (мы недавно обращали внимание на Аптечную сеть 36.6 (21%), все еще неплохо выглядят выпуски Копейки (17%)), а также из новых облигаций или облигаций с новыми купонами, в полной мере прошедших процесс repricing'a (например, Восточный Экспресс (14%) или Еврокоммерц (16%)).

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Эндрю Муллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.